

# 米国の大学基金による資産運用行動

専修大学商学部

小 藤 康 夫

# The Asset Management Action of U.S. University Funds

Yasuo Kofuji

# 1 リーマンショックの影響

## (1) 米国の大学基金

2008年9月に起きたリーマンショックは米国で展開する主要な銀行や証券会社といった金融機関だけでなく、大学の資産運用行動にも悪影響を及ぼした。米国の大学はわが国の大学と違って、比較にならないほど資産運用業務に力を注いでいる。しかも、資金規模はかなりの金額に上っている。それゆえ、株式や債券の相場が大幅に崩れれば運用成果が悪化し、大学経営そのものを直撃する恐れがある。

特に大学の資産運用業務を任されている多くの大学基金はハイリスク・ハイリターンの運用を目指している。そのため、運用環境が激変すれば運用成果が著しく悪化する傾向にある。図表1はそのことを確認するため、NACUBO Endowment Study からベスト15位までの主要な米国の大学基金を並べ、資金規模と増減率（対前年度比）を2009年度と2010年度の2年間にわたって見たものである。

米国には日本よりもかなり多くの大学があるため、大学基金の数も多い。そのなかで絶えずトップに君臨しているのがハーバード大学（マサチューセッツ州）であり、270億ドルもの運用資金を抱えている。第2位がエール大学（コネティカット州）であり、運用資金が160億ドルである。第3位はプリンストン大学（ニュージャージー州）が続き、運用資金は140億ドルである。

日本円に換算すると、これら3大学の基金は1兆円から2兆円の資金を運用していることになる。第4位以下の大学もかなりの運用資金を持っているが、ハーバード大学等に比

図表1 米国の大学基金——トップ15——

順位	大学基金	州	2009年度基金		2010年度基金	
			(千ドル)	増減率 (%)	(千ドル)	増減率 (%)
1	Harvard University	MA	26,138,239	▲ 28.5	27,557,404	5.4
2	Yale University	CT	16,327,000	▲ 28.6	16,652,000	2.0
3	Princeton University	NJ	12,614,313	▲ 22.8	14,391,450	14.1
4	University of Texas System	TX	12,163,049	▲ 24.8	14,052,220	15.5
5	Stanford University	CA	12,629,094	▲ 26.6	13,851,115	9.8
6	Massachusetts Institute of Technology	MA	7,880,321	▲ 21.7	8,317,321	5.5
7	University of Michigan	MI	6,000,827	▲ 20.7	6,564,144	9.4
8	Columbia University	NY	5,892,798	▲ 19.8	6,516,512	10.6
9	Northwestern University	IL	5,445,260	▲ 24.8	5,945,277	9.2
10	Texas A&M University System & Foundations	TX	5,083,754	▲ 23.7	5,738,289	12.9
11	University of Pennsylvania	PA	5,170,539	▲ 16.8	5,668,937	9.6
12	University of Chicago	IL	5,094,087	▲ 23.2	5,638,040	10.7
13	University of California	CA	4,937,483	▲ 20.6	5,441,225	10.2
14	University of Notre Dame	IN	4,795,303	▲ 23.0	5,234,841	9.2
15	Duke University	NC	4,440,745	▲ 27.5	4,823,572	8.6

資料：NACUBO Endowment Study 図表2～8も同じ資料により作成。

較すると若干見劣りがする。トップ 15 の大学基金でも規模の格差が感じられる。

それでも 2009 年度の運用資金の増減率を見ると、どの大学基金もマイナスであり、しかもほとんどがマイナス 20% 台という悲惨な状況が報告されている。規模の相違にかかわらず、運用資金を大幅に減らしている。

これはリーマンショックの影響をもろに受け、運用成果が急激に悪化したためである。その結果、大恐慌以来の最悪の結果がもたらされたのである。だが、これはあくまでも資金規模トップ 15 の大学基金を対象にしたものに過ぎない。それでは、すべての大学基金を対象にしたならば、どのような結果が得られるであろうか。

そこで、全米大学経営管理者協会（NACUBO）が扱った 2009 年度のすべての大学基金を見ると、全 864 の大学基金の平均運用資金は 371,997 千ドルであり、増減率の平均値はマイナス 23.2% である。このことから規模に関わりなく、すべての大学基金で同じように運用につまずいたことが確認できる。

ただ、ここで注意しなければならないことがある。それは米国の大学基金が寄付金によって成り立っていることである。寄付金が大学基金に流入し、資金が蓄積され、それを運用に回している。運用に成功すれば寄付金のほかに運用収益部分が加わり、資金残高がさらに増えていく。だが、反対に失敗すれば運用の損失が寄付金の増加部分を打消し、資金残高を減らしていく。

したがって、大学基金の資産残高は寄付金と運用成果の影響を受けて変動する。すなわち、これら 2 つの要因による資金流入が資産残高を決定づけている。そのため、資産残高が対前年度比で減っているからといって運用に失敗したと決めつけるわけにはいかない。

2009 年度の悲惨な結果はリーマンショックが大学を取り巻くあらゆる分野に悪影響を与え、運用の失敗だけでなく、寄付金そのものも減らしたために起きたのである。それゆえ、運用資金の増減率の大幅なマイナスは寄付金の減少も影響している。だが、やはり規模の面から見ても運用の失敗が大きな要因であったことは誰もが認める事実であろう。

## （２）運用の特徴

そうであるならば、リーマンショックの教訓として従来の資産運用の在り方を全面的に改めようとする動きが現れても不思議ではないように思える。ハイリスク・ハイリターンの運用からリスクをできる限り回避する運用に転換しようとするであろう。その場合、運用収益率もリスクの低下に合わせて減少すると予想される。

そうすると、大学基金の資金量は前年度に比較してそれほど伸びないことになる。ところが、実際は異なっている。先ほどの図表 1 で 2010 年度の結果を見るとわかるように、トップ 15 の大学基金はリーマンショックの翌年度にもかかわらず、資金量を増やすだけでなく、増加率が二ケタの伸びを見せる大学基金も目立っている。

これは単に資金規模が大きなトップ 15 の大学基金だけに限った現象ではなく、全体的な傾向のようである。本論文の巻末付録ではトップ 200 の大学基金のほか、50 位ごとに大学基金が並べてある。そうした全 865 の大学基金を対象にした 2010 年度の NACUBO の報告によると、資金量の平均値は 407,756 千ドルで、増減率の平均値は 8.4% である。

これによりトップ 15 だけでなく、多くの大学基金が従来の投資姿勢を貫いていることが窺われる。すなわち、リスクを恐れずに高いリターンを狙った投資方針を継続している。だからこそ、資金量がある程度の伸び率で増えているのである。

米国の大学では年間の予算のうち学生からの授業料収入のほかに、大学基金からの分配金もかなりのウェイトを占めている。それはわが国の大学とは比較にならないほど重要な収入源となっている。それゆえ、大学を運営するうえで資産運用は必要不可欠な業務となっている。

したがって、2009 年度のようにリーマンショックの影響で運用が急激に悪化したからといって、すぐに撤退できるような体制になっていないことも従来の投資姿勢を貫き通す理由のひとつとして取り上げられるかもしれない。

だが、それよりも大学基金による基本的な資産運用方針そのものに理由が見出されるように思える。一見、ハイリスク・ハイリターンに見える投資姿勢も実際はそれほど恐れる必要がないことを熟知しているのである。

米国の大学基金では長期かつ分散を基本に置いた運用がその特徴として挙げられる。これによりリスクの高い運用のように見えても、最終的には安定的で、しかも高いリターンが得られることを知っているのである。

リーマンショックで投資リターンがマイナスに陥るなど資産運用が一時的に悪化したのが、従来の投資姿勢を崩す必要はない。短期的には投資リターンの変動は必然的に発生するが、長期的には安定的で高いリターンが得られる。その性質を米国の大学基金ではうまく運用に活かしているのである。

そこで、以下ではそうした投資姿勢について実際に成立していることを NACUBO Endowment Study によるデータから確認していきたい。

## 2 安定的で高いリターンを生み出す仕組み

### (1) 長期投資の魅力

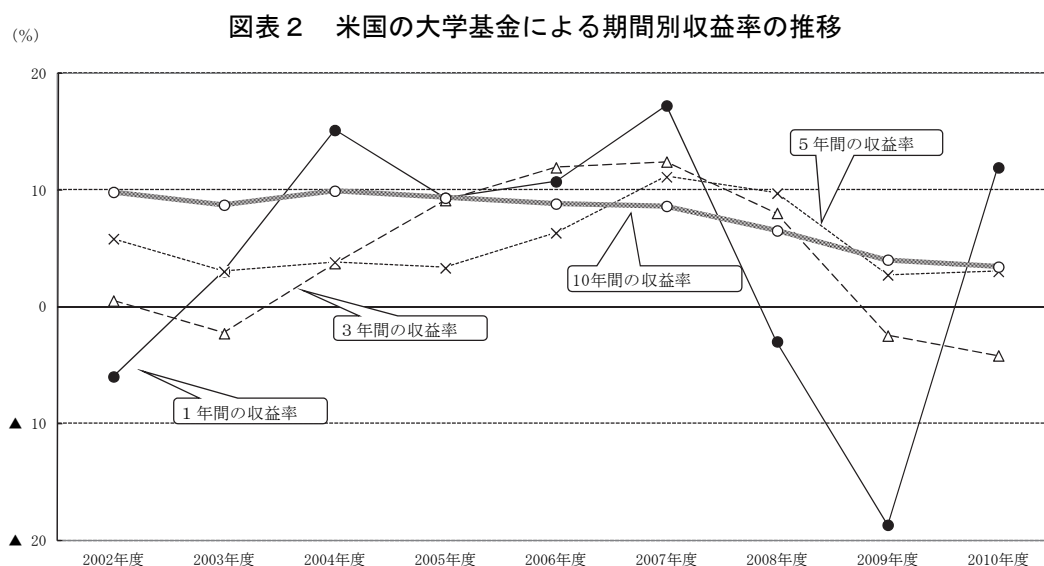
まず、長期投資が安定的で、しかも高いリターンを生み出すことから確認していこう。

図表2は NACUBO が扱う全大学基金を対象にした期間別収益率の推移を見たものである。ここでは1年間の収益率、3年間の収益率、5年間の収益率、10年間の収益率の4種類が2002年度から2010年度にかけて描かれている。

その図をながめると、投資期間が長くなるにつれて収益率の変動が逓減していく傾向にあるのがわかる。言うまでもなく、最も変動が激しいのは1年間の収益率であり、高い収益率の年度と低い収益率の年度ではかなりの差がある。しかもプラスだけでなく、マイナスの収益率も生じている。

それに対して2年間の収益率は変動がかなり和らいでいる。5年間の収益率となると、変動はさらに小さくなり、10年間の収益率では最も安定的な動きを見せている。すなわち、投資期間を長めにすれば収益率の変動が小さくなるのが読み取れる。

それでは各期間の収益率の水準はどうであろうか。図表2だけではなかなか把握しにくいので、この図で用いられているデータから期待値（平均値）を求めることにしたい。それと同時に変動を表わす指標として標準偏差も求めながら、リターンとリスクの関係をしてみることにしよう。

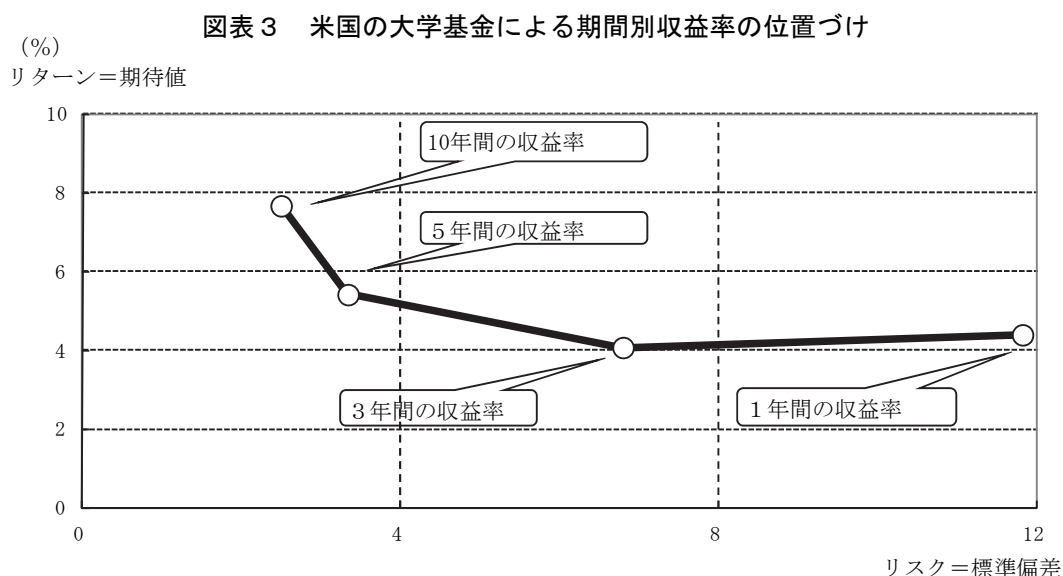


図表3はその結果を描いたものであり、縦軸にリターンとして期間ごとの収益率の期待値を取り、横軸にリスクを表わす指標として標準偏差を取っている。

すでに確認したように運用期間が長くなるにつれて収益率の変動幅が小さくなるため、標準偏差も小さくなる。一方、収益率の期待値は運用期間が長くなるにつれて上昇する傾向にある。ただ、1年間の収益率と3年間の収益率を比較すると、逆の関係が成立しているが、その差はごくわずかである。ほかの期間の収益率を見れば、運用期間と収益率の期待値は正の関係にある。

したがって、リスクとリターンの図で表わせば、運用期間と収益率の関係は右肩下がりとなる。すなわち、運用期間が長くなるにつれてリスクは低くなるとともに収益率の期待値は高まることになる。まさにローリスク・ハイリターンという理想の運用につながる。逆に運用期間が短ければリスクは高くなり、しかも収益率の期待値は小さくなる。そのため、ハイリスク・ローリターンという皮肉な結果を生み出している。

こうして見ていくとわかるように運用期間が長くなるにつれて安定的で高い収益率が得られる。米国の大学基金ではこのことを運用の基本に置いているため、運用環境が一時的に悪化したとしても投資姿勢を極端に変更しようとはしないのである。



## (2) 運用資産の中身

安定的で、しかも高い収益率を生み出す条件として運用期間の長さに注目したが、それ

だけでは不十分である。長期間にわたって高い収益率を得るには、やはりリスクの高い運用を試みない限り難しいであろう。だが、ある程度、リスクも回避しなければならない。

そうした矛盾する行動をみごとに解決してくれるのが運用資産の分散化である。リスクの高い資産を保有していても性格の異なる資産を組み合わせることで、全体のリスクを減らすことができるのである。

米国の大学基金ではこの性質を資産運用に活用し、リスクを抑えながら高いリターンを得ている。図表4（1）（2）は先ほどと同様にNACUBOが扱う全大学基金を対象にしながら、運用資産の配分の推移を数値ならびに図で示したものである。2種類の図表からわかるように全体的にリスクの高い運用が中心になっている。だが、種類の異なった資産を保有している。

詳しく見ていくと、まず、安全確実であるが、低いリターンしか得られない債券と現金がある。だが、投資としてはあまり魅力がない。そのため、それを補うのがリスクもリターンも高い株式の存在である。両者が組み合わさることでリスクはある程度、抑えられる。これはあらゆる機関投資家に見られる共通した手法であろう。

米国の大学基金ではそのほかに株式よりも高いリターンが得られるが、リスクはさらに高く、流動性がかなり低いオルタナティブを大量に保有している。オルタナティブとは債券や株式といった伝統的投資対象以外のものを指す。

具体的にはプライベートエクイティ、ヘッジファンド、ベンチャーキャピタル、不動産、天然資源等が挙げられる。したがって、オルタナティブといってもさまざまな種類のものから構成されているため、それぞれが持つリスクをお互いに打ち消し合う作用が生じる。

もちろん、これらは高い収益率を生み出す可能性が高いが、変動も激しく、途中で売却

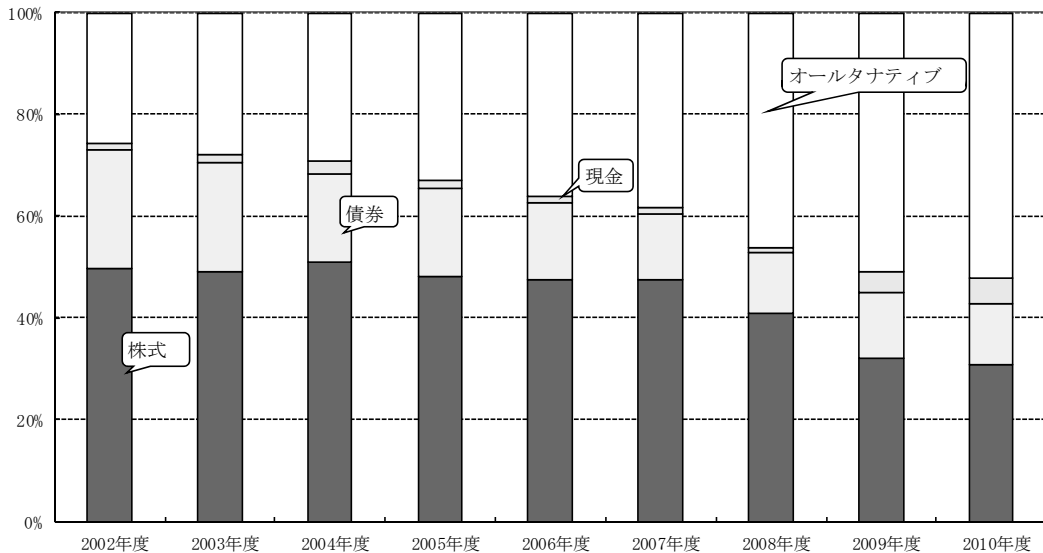
図表4（1） 米国の大学基金による運用資産の配分

	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
株 式	50	49	51	48	48	47	41	32	31
国内株式	-	-	-	-	-	-	23	18	15
外国株式	-	-	-	-	-	-	18	14	16
債 券	23	21	17	17	15	13	12	13	12
現 金	1	2	3	2	1	1	1	4	5
オールタナティブ	26	28	29	33	36	38	46	51	52
プライベートエクイティ	3	4	4	4	4	5	8	11	12
ヘッジファンド	11	14	15	17	18	18	21	22	21
ベンチャーキャピタル	3	3	3	3	4	4	3	4	3
不動産	5	5	4	5	5	5	6	6	5
天然資源	2	2	3	4	4	5	6	6	7
その他	2	1	1	1	1	1	1	3	3

(注) 単位：％



図表４（２） 米国の大学基金による運用資産の配分



するのも難しい。そのため、短期投資の対象として保有すれば高い収益率を獲得するどころか、大幅な損失を生み出す恐れもある。したがって、長期投資を前提としなければ魅力を引き出せないことにもなる。

また、運用資産の推移を見ると、年度が進むにつれて債券や株式のウェイトを落としながら、その分だけオルタナティブのウェイトを高めている。いまではオルタナティブが運用資産の代表的な存在となり、全体の 50%を超えている。

こうして見ていくと、オルタナティブに集中し、分散化効果が軽視されつつあるように見えるかもしれないが、オルタナティブはあくまでも大雑把な括りでとらえた呼び名に過ぎない。そこにはあらゆる種類の投資が含まれているため、そのなかで分散化効果が作用していると解釈できる。

### ３ 規模の利益が反映された資産運用行動

#### （１）規模別による運用収益率

いままで米国の大学基金の全体像を追ってきたが、今度は規模の相違に注目していきたい。全米の大学基金は巻末付録を見てもわかるように、資金規模が大きいところと小さい

ところではかなりの格差がある。そこで、運用資産の規模によって収益率に違いが生じているかどうかを調べてみることにしよう。

図表5は2010年度の大学基金による期間別の収益率を資産規模に分類しながら並べたものである。資産規模による分類とは0.25億ドル未満から始まり、10億ドル超までの6種類である。これら規模別分類に対して1年間の収益率から10年間の収益率が整理されている。

これを見ると、どの期間の収益率も資産規模が大きい大学基金ほど高い収益率を生み出していることがわかる。若干、部分的に異なった動きをしているところも見られるが、全体的にはほぼその傾向が読み取れる。実際、わかりやすい事例として0.25億ドル未満の大学基金と10億ドル超の大学基金を比較すると、どの期間の収益率も確実に10億ドル以上の大学基金のほうが高い。

図表5 米国の大学基金による規模別収益率（2010年度）

	大 学 基 金 の 運 用 資 産 の 規 模					
	0.25億 <sup>ドル</sup> 未満	0.25～0.5億 <sup>ドル</sup>	0.5～1億 <sup>ドル</sup>	1～5億 <sup>ドル</sup>	5～10億 <sup>ドル</sup>	10億 <sup>ドル</sup> 超
1年間の収益率	11.6	12.0	11.8	11.9	11.9	12.2
3年間の収益率	▲ 3.9	▲ 4.2	▲ 4.3	▲ 4.4	▲ 3.9	▲ 3.5
5年間の収益率	2.2	2.6	2.7	3.0	3.6	4.7
10年間の収益率	2.8	2.9	3.3	3.3	3.6	5.0

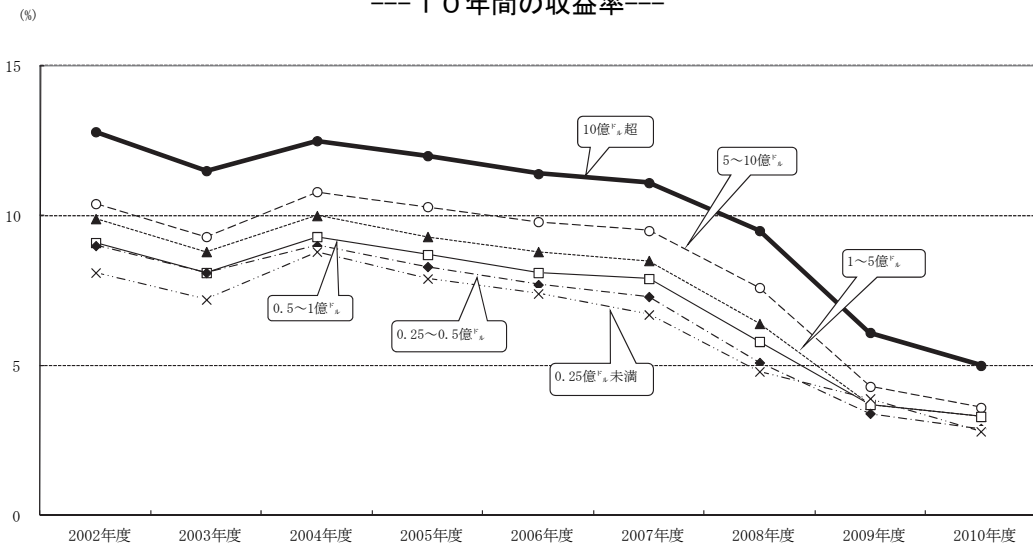
（注）単位：％

いま2010年度のデータを用いて資産規模と収益率の関係を見たが、そのことはすべての年度で成立するであろうか。このことを確認するために描いたものが図表6である。ここではいくつかある収益率のうち10年間の収益率だけを取り出し、その動きを資産規模別に追ったものである。

これを見ると、長期的に収益率が低下傾向にあるなか、どの年度も資産規模が大きい大学基金ほど高い収益率を生み出している。もちろん、最も高い収益率は10億ドル超の大学基金であり、逆に最も低い収益率は0.25億ドル以下の大学基金である。まさに米国の大学基金では資産運用に関して規模の利益が成立しているといえる。

規模が大きな大学基金は当然のことながら大学本体そのものも大きい。大学基金から生み出される収益は分配金として大学のさまざまな教育・研究関連費用として用いられ、大学をさらに発展させていく。それに伴って大学基金も自ずと資産規模が増えていき、さらに高い収益率を生み出すという好循環を繰り返すことになる。

図表 6 米国の大学基金による規模別収益率の推移  
 --- 10年間の収益率---



したがって、資産運用における規模の利益は時間の経過とともに大学間格差をもたらすことが予想される。校舎や設備はいうまでもなく、教育・研究活動も明らかな格差が生じるであろう。米国の大学では運用の分配金がこれらの費用を捻出するため、運用の成果は大学経営において無視できない存在であることがわかる。

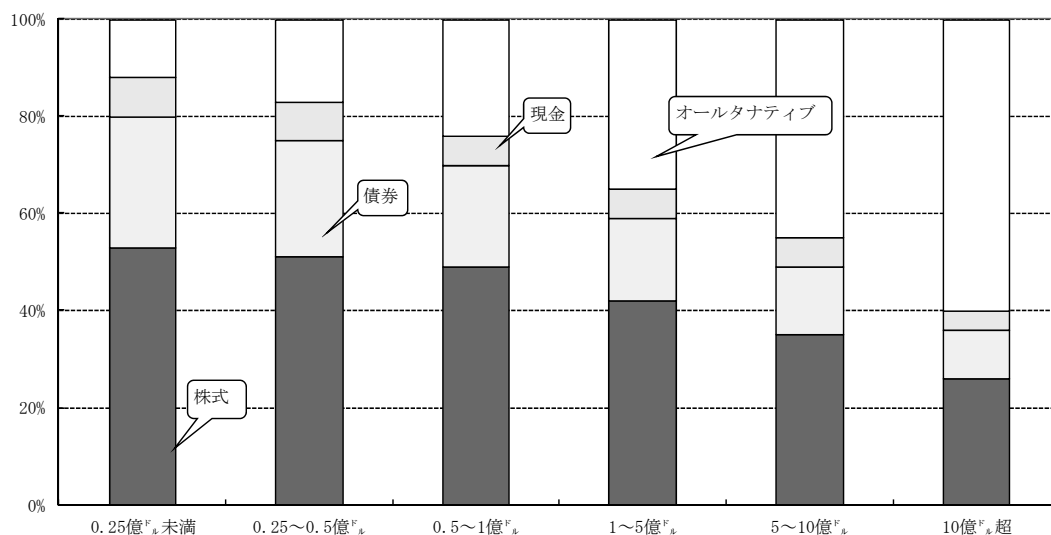
## (2) 規模別による運用資産の配分

大学基金を分類することから規模の利益が運用収益率に反映されることを見出したが、それではどのような仕組みを通して生み出されるのであろうか。そこで、先ほどと同じように運用資産の配分について注目したい。

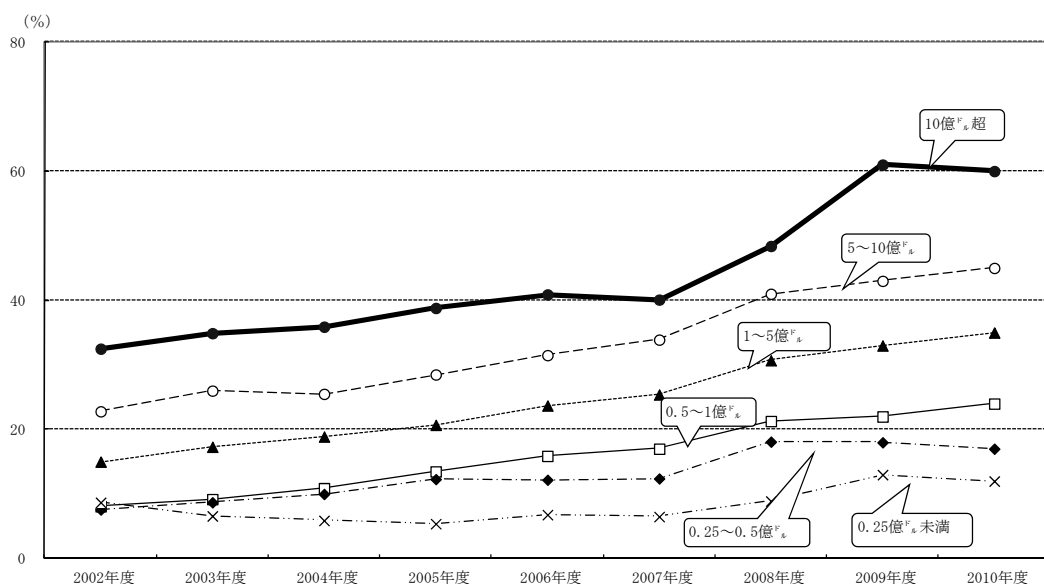
図表 7 は 2010 年度の運用資産の配分を規模別に描いたものである。運用資産の種類として大雑把に株式、債券、現金、オルタナティブの 4 種類に分類している。この図を見るとわかるように、現金のウェイトはそれほど変わらないが、ほかの運用資産のウェイトは異なっている。つまり、資産規模が大きい大学基金ほど株式と債券を減らしてオルタナティブのウェイトを増やしている。特に 10 億ドル超の大学基金は 60%ほどをオルタナティブで運用している。

また、どの規模の大学基金もオルタナティブは魅力的な投資対象のように見えるのであろう。時間の経過とともにウェイトを高めている。図表 8 はオルタナティブのウェイトが年度を重ねるにつれてどのような動きをしているかを規模別に見たものである。

図表 7 米国の大学基金による規模別資産配分（2010 年度）



図表 8 米国の大学基金によるオルタナティブ投資の規模別推移



これを見ると、どの年度も規模の大きな大学基金ほどオルタナティブのウェイトが高い。また、時間が経過するにつれてどの規模の大学基金もそのウェイトを高める傾向にある。すなわち、大学基金にとってオルタナティブは投資対象として極めて魅力的な存在として位置づけられている。

リーマンショックの影響で、どの大学基金も一時的に大きな損失を発生させた。その反動からリスクが高い投資を避けようと、翌年度はオルタナティブといった高リスクの投資対象を大幅に減らすように思えたかもしれない。だが、2010年度のオルタナティブのウェイトを見る限りでは、そのようにはあまり感じられない。

具体的に見ると、「10億ドル超」の大学基金、「0.25～0.5億ドル」の大学基金、「0.25億ドル未満」の大学基金が前年度に比べて、わずかに1ポイントだけ落としているだけで、あとはほとんど変わっていない。反対に「5～10億ドル」の大学基金、「1～5億ドル」の大学基金、「0.5～1億ドル」の大学基金は2ポイントほど増やしている状態である。

米国の大学基金にとってオルタナティブは重要な投資対象であり、そのことはあらゆる規模の大学基金において認識されているようである。やはり、その魅力は株式等に比べて高いリターンを生み出すからであろう。もちろん、その一方で、リスクが高い投資対象でもある。

だが、先ほども触れたようにオルタナティブは何種類もの要素から成り立っているので分散化効果が発揮できるうえ、長期を前提にした運用をしているため、安定した収益を獲得できる。だからこそ、このタイプの投資のウェイトが年々高まっているのである。

## 4 ケーススタディ

### ---米国コネティカット州・名門私立イエール大学の資産運用行動

#### (1) イエール大学の概観

いままで NACUBO が扱う 800 以上の米国の大学基金を対象にしながら、資産運用の特徴を見てきた。それは長期投資を基本に据えながら分散投資に徹することで、安定的で高い収益率が得られるということだった。しかも、その性質は資産規模が大きい大学基金ほど有利に展開することも知った。

そこで、次に角度を変えて個別の大学基金に注目しながら、資産運用の特徴を確認したい。ここではケーススタディとして米国を代表するコネティカット州の名門私立イエール大学 (Yale University) を取り上げ、そこで繰り広げられている資産運用の実態をながめていくことにしたい。

まず、大学の概観から触れていこう。イエール大学は1701年に設立され、300年以上の歴

史をもつ名門私立大学である。周知のように米国東部の世界屈指の有名私立大学8校（ブラウン大学、コロンビア大学、コーネル大学、ダートマス大学、ハーバード大学、プリンストン大学、ペンシルバニア大学、イエール大学）から形成されるアイビーリーグ連盟の1校でもある。今日ではカーネギー分類でRU/VH（Research Universities/very high research activities)の研究大学として、絶えず世界のランキングで上位に位置している。

学生数は学部生・大学院生を合わせて約1万1000人である。米国の有名私立大学は学費が高い傾向にある。例えば、2011年度の学費を見ると、ハーバード大学は38,416ドル、プリンストン大学が36,640ドルである。イエール大学も同様に高く、学部生の学費は38,300ドルである。しかも寄宿舎に住むため11,500ドルの寄宿費用もかかる。合計すると1年間に49,800ドルが必要となる。

日本円（1ドル＝77円）に換算すると、学費は2,949,100円、寄宿費は885,500円となり、合計金額は3,834,600円となる。この数字を見ると、かなり高く感じられる。特に学費はわが国の私立大学の授業料と比較して飛び抜けて高いように感じられる。

それでは全面的に高い学費に支えられて大学が運営されているかということ、それはまったく違っている。図表9はイエール大学の1年間の収入と費用の構成を2009年度と2010年度の2年間にわたって整理したものである。

大学収入の構成から見ていくと、2010年度の場合、学費から得た割合は全体の収入のうち、たった8%である。わが国の私立大学が学生からの授業料等納付金で大学運営を支えている姿とはかなり違っている。

それでは収入の大きな支えとなっているのは何であろうか。それは大学基金からの運用

図表9 イエール大学の収入と費用の構成

(1) 大学収入の構成 (%)			(2) 大学費用の構成 (%)		
	2009年度	2010年度		2009年度	2010年度
大学基金からの収入	45	41	教職員給与	46	48
補助金・契約所得	23	23	福利厚生	14	15
病院収入	16	17	減価償却費	7	7
学費	9	8	援助金他	2	3
寄贈	3	4	債務利息	4	3
出版	1	1	P C 設備等	3	2
その他	3	6	その他	24	22
合計	100	100	合計	100	100

(資料) Yale University Financial Report 以下の図表10～13も同じ資料により作成。

収益である。イエール大学の場合、全体の収入のうち 40%台が大学基金からの収入で賄っている。一般的に米国の大学では大学基金からの運用収益が収入の大きな支えとなっているが、なかでもイエール大学は運用収益に過度に依存した構造を持っている。

一方、費用の構成は圧倒的に教職員給与で占めている。この構図はどの大学にも共通した姿であろう。そうした費用のなかで援助金等が数パーセントの割合を占めている。これは学生への奨学金である。学生たちは学園生活を送るにあたって 5 万ドル近い費用が掛かるが、奨学金制度を利用することで高い費用の支払いを緩和できるようになっている。

イエール大学の半数以上の学生は何らかの奨学金を学内から受けており、その金額は 3 万ドルを超えている。それゆえ、差し引き 2 万ドルが実質的な学費と寄宿費の合計金額となる。かなりの負担を大学が担っていることになる。

これにより一見、高額な学費のように見えても奨学金を通して援助されるので、優秀な学生を全米、あるいは全世界から集めることができる。この仕組みがイエール大学の強みとなっている。

一方、具体的な費用の中身を調べると、多くの割合を図書関連やリサーチなど研究に関連する費用が占め、教育関連の費用は相対的に小さい。人件費の割合が高いことを指摘したが、それはリサーチ関連の費用で占めているようである。だからこそ、世界的に評価される研究が行えるのであろう。

言うまでもないことであるが、優秀な学生の確保も世界的な研究成果も豊富な資金がなければ実現不可能である。その大事な役割を担っているのが大学基金からの収入であり、その資金を生み出す源泉が資産運用業務である。したがって、イエール大学にとって資産運用業務は大学運営を経済的に支えるうえで必要不可欠な存在といえる。

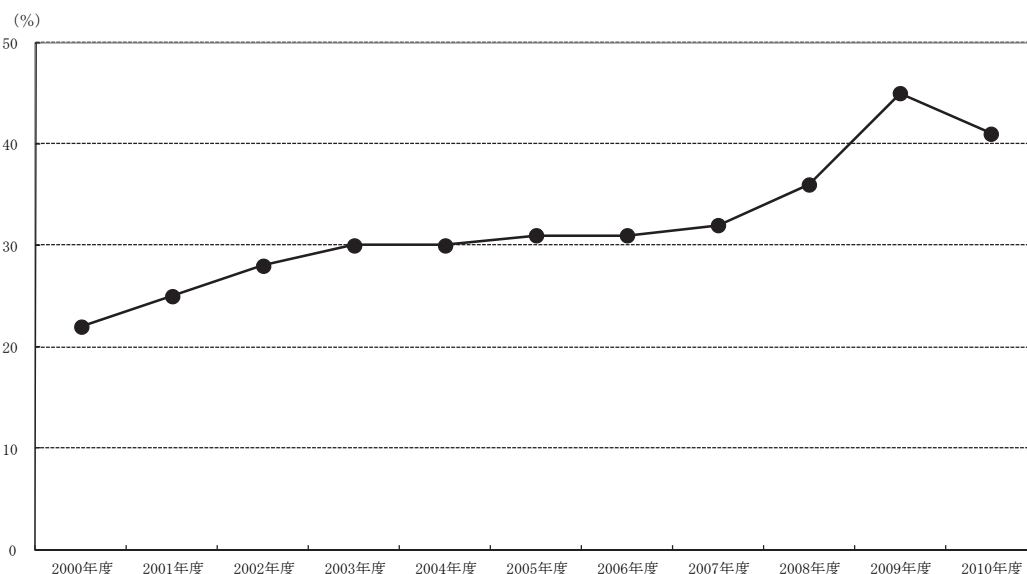
## （２）資産運用の成果

先ほども指摘したようにイエール大学の全収入に占める大学基金からの収入は 40%台とかなり高い。だが、その高い割合は以前から続いていたのではなく、時間を掛けて今日の状態に近づけていった。

図表 10 はそうした大学基金からの収入の割合を 2000 年度から 2010 年度に至るまでの動きを見たものである。最初は 20%前半から始まり、その後、30%台まで上昇し、そして 40%台に達している。10 年間で 20%台から 40%台へと、2 倍まで上昇している。

それでは、なぜ大学基金からの収入の割合がこれほどまでに高くなったのであろうか。

図表 10 イェール大における大学基金からの収入の割合



理由として2つが考えられる。ひとつは大学基金の運用資産そのものが急激に拡大したことであり、もうひとつは運用の収益率が高まったことである。図表 11 はそのことを確認するため、イェール大学基金の資産運用の実態を整理したものである。

投資資金の規模を見ると、2009 年度にリーマンショックの影響から一時的に減らしているが、それを除けば、各年度で確実に拡大している。例えば 2000 年度と 2007 年度を比較すると、投資資金の規模は 2 倍に膨れ上がっている。ここでは明示していないが、遡って

図表 11 イェール大学基金の資産運用の実態

(1) 資産運用の成果											
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
投資資金 (百万ドル)	10,092.3	10,733.3	10,522.6	11,048.9	12,740.9	15,091.0	17,949.1	22,364.7	22,686.3	16,103.5	16,504.2
収益率											
1 年間の収益率	41.0	9.2	0.7	8.8	19.4	22.3	22.9	28.0	4.5	▲ 24.6	8.9
3 年間の収益率	-	-	17.0	6.2	9.6	16.8	21.5	24.4	18.5	2.6	▲ 3.7
5 年間の収益率	-	-	-	-	15.8	12.1	14.8	20.3	19.4	10.6	7.9
10 年間の収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.22	10.0
支出率 (年・%)	3.9	3.4	3.8	4.5	4.5	4.5	4.4	3.8	3.8	5.2	6.9

(2) 保有資産の構成											
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
株式											
国内株式	14.2	15.5	15.4	14.9	14.8	14.1	11.6	11.0	10.1	7.5	7.0
外国株式	9.0	10.6	12.8	14.6	14.8	13.7	14.6	14.1	15.2	9.8	9.9
債券 (%)	9.4	9.8	10.0	7.4	7.4	4.9	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0
現金 (%)	8.0	6.2	0.3	2.1	3.6	1.8	2.5	1.8	▲ 3.9	▲ 1.9	0.3
オルタナティブ											
絶対リターン	19.5	22.9	26.6	25.1	26.1	25.7	23.3	23.3	25.1	24.3	21.0
プライベートエクイティ	25.0	18.2	14.4	14.9	14.5	14.8	16.4	18.6	20.2	24.3	30.3
実物資産	14.9	16.8	20.5	20.9	18.8	25.0	27.8	27.2	29.3	32.0	27.5
合計	100.0	100.0	100.0	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 単位: %



20 年ほど前と比較すると、その規模は 10 倍まで増大している。

投資資金が大きければ同じ収益率でも大学に向かう運用収益の絶対額は大きくなる。そのため、大学基金からの収入の割合は投資資金の規模に比例して次第に大きくなる傾向にある。

それではもうひとつの要因である収益率はどうであろうか。1 年間の収益率を見てもわかるように 20%以上の高収益率の年度が目立つうえ、それ以外の年度でも全体的に高い。2009 年度はマイナス 24%の最悪の結果を出しているが、それを除けばすべての年度でプラスである。

ただ、1 年間の収益率では変動が大きいので、ここでは 3 年間の収益率、5 年間の収益率、10 年間の収益率も示されている。これらの数値を見ると、ほぼ 2 ケタ台の高収益率であり、長期的視点から見ても運用資産を効率的に動かしている姿が読み取れる。

この図表 11 では運用成果のほかに各年度の支出率も並べられている。支出率とは大学基金が本体の大学に向けて支出した資金の総資産に対する割合である。運用成果による変動を和らげ、大学基金から大学に向けた資金の流れをできるだけ安定化させるため、独自のルールを設けている。

この支出率を見ると、リーマンショックの影響をもろに受けた 2009 年度を除けばすべての年度で 1 年間の収益率を上回っている。これにより大学へ支出しても基金そのものの資産は減らず、確実に増やしている実態がわかる。

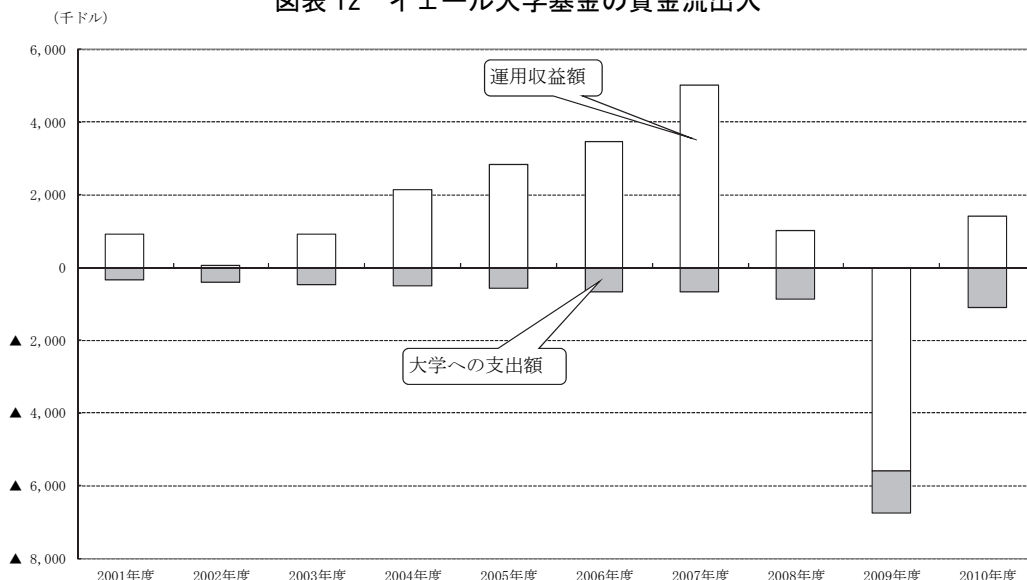
リーマンショック時に支出の円滑化から資産をかなり取り崩したが、そのようなことができたのも過去に十分な資金が蓄積されていたからである。大学基金は単に投資資金を増やすだけでなく、投資環境の激変から被るショックを緩和する役割も果たしている。

もし運用収益をすべて大学に支出するならば、損失が発生した時に大学の運営そのものが混乱する恐れがある。大学経営の不安定性を排除するためにも十分な資産の蓄積が必要であり、イエール大学基金はそのことを十分に認識していると思われる。

そうした大学基金によるバッファ機能を実際に確認するため、運用収益額ならびに大学への支出額を見ることにしよう。ここでは前年度の運用資金額に運用収益率と大学への支出率を掛けることで、それらの金額を弾き出すアプローチを採用する。

**図表 12**はこうして求めた 2 種類の金額からイエール大学基金の資金流入の動きを描いたものである。これを見てもわかるように運用収益の金額は長い期間にわたって伸び続け、大学への支出を十二分に満たしている。大学への支出額も大きな金額であるが、それをは

図表 12 イェール大学基金の資金流出入



るかに上回る資金が投資収益として生み出されている。

ただ、2009年度は巨額の運用損失が発生し、大学への支出も極端に切り詰めるのが難しかったため、運用資金が取り崩され、大幅な資金流出が生じている。それでも翌年度は過去の状態と同じように支出を上回るだけの運用収益が得られている。

こうした資金の流出入をながめることで、大学基金による大学経営の安定化に向けた貢献が認識させられる。だが、基本的には大学基金が高い運用収益を得ない限り、十分な安定化機能を発揮できない。資金流出状態がいつまでも続けば、大学基金そのものが破綻してしまうからである。

### (3) 運用戦略と保有資産の構成

イェール大学基金は高い運用収益を獲得するため、米国の大学基金のなかでも特に積極的な資産運用で知られている。有能な担当者を外部からスカウトし、新しい領域の投資手法を試みることで高い収益率を目指している。そのことは保有資産の構成を見ることでも理解できる。

運用の特徴として債券や国内株の割合を減らしながら、オルタナティブを増やす戦略が指摘できる。これだけならば前節でも確認したように他の大学基金でも実施している手法である。だが、イェール大学基金の場合、オルタナティブの中身が違っている。絶対リター

ンという投資手法を運用の柱に据えている。

株式などは安く買い、高く売ることによって超過利益を得る投資手法である。だが、市場が効率的であれば超過利益を得るのはなかなか難しい。そこで、非効率な市場に目を向け、確実に超過利益を得ようとする投資手法が絶対リターンである。

債券や株式のように市場の平均収益率を上回ることを目標とした運用ならば、マイナスの収益率でも許されるかもしれない。市場の平均収益率がマイナスであれば、それよりもマイナスの幅が小さければよいからだ。だが、それでは大学本体へ資金を流すには不都合である。

絶対リターンは市場の変動を避けながら、確実に収益を得ようとする投資手法であり、いかなる場合もプラスの収益を目指すことからそう呼ばれている。具体的には企業合併裁定から超過利益を得るようなイベント・ドリブン戦略などがある。

イエール大学基金ではこのタイプの投資手法を早い段階から確立し、収益の基盤としてきた。それゆえ、他の大学基金よりも高い収益率を生み出しているのである。しかも、市場に連動するタイプではないので、株式等の投資対象と組み合わせることで分散化の効果が発揮できる。高い収益率を目指しながら、リスクの軽減化も果たしているのである。

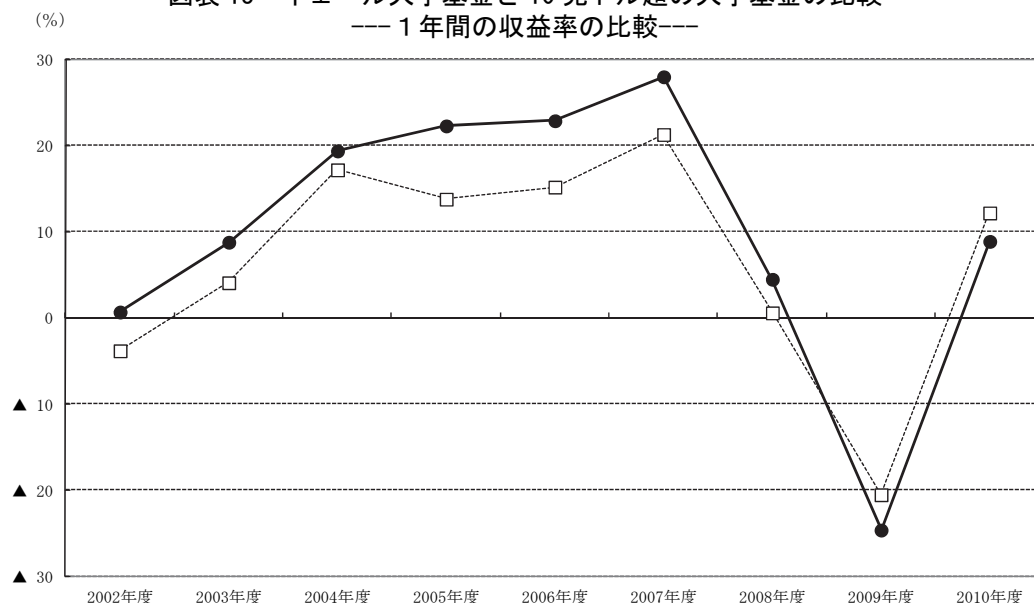
そのほかにオルタナティブのなかでプライベートエクイティが高いウエイトを占めている。これは非上場の株式を保有することで、経営改善が功を奏した段階で売却し利益を挙げる手法である。やはり、この手法も確実に高い収益率を狙っている。

また、実物資産にも積極的に投資している。具体的には不動産、オイル&ガス、森林投資等である。これらも市場と異なった動きを見せるので、超過利益を得る可能性が高く、しかも分散化の効果も期待できる。そのため、運用資産の構成でウエイトが高くなっている。また、実物資産の価格そのものが上昇していることも、時価表示の影響からそのウエイトを高めている。

こうしてリスクにも配慮しながらも積極的な資産運用を繰り返してきた結果、イエール大学基金は高い収益率を生み出してきた。実際、他の大学基金の運用成果を比較することからも、その事実は確認できる。**図表 13**はそのために描かれたものであり、イエール大学基金と米国の 10 兆ドル超の大学基金の運用成果が比較されている。

ここでは 2002 年度から 2010 年度までの 1 年間の収益率の推移が並べられている。2009 年度と 2010 年度はわずかにイエール大学基金が 10 兆ドル超の大学基金よりも運用成果が悪いが、この 2 年度を除けば、すべての年度で上回っている。他の大学も積極的な資産運

図表 13 イェール大学基金と 10 兆ドル超の大学基金の比較  
—— 1 年間の収益率の比較 ——



用を展開しているが、イェール大学基金はさらに独自の運用方針を貫くことで高い収益率を確保しているのである。

## 5 研究を支える堅固な資産運用体制

### (1) 大学基金の存在

いままで米国の大学基金について全体像そして個別ケースを通じて運用の特徴を見てきた。そこから得られた結論は長期かつ分散投資を実践することで、安定的で高い運用収益が得られるということであろう。

しかも、規模が大きい大学基金ほど、この傾向が明確に現れている。保有資産間で分散化効果を発揮させるだけでなく、異時点間のリスクも打ち消し合うことで、ローリスク・ハイリターンという理想的な運用を目指しているのである。

こうした運用の実態を眺めることから、すぐにわが国の大学も米国の大学基金を真似た資産運用を取り入れるべきだと考える人も多いように思われる。だが、ここで注意しなければならないのは米国の大学で資産運用を任されているのは大学基金であり、日本の大学と違って本体と切り離れた組織のもとで運用が行われている。

しかも運用資金の多くは寄付金で成り立っている。わが国の大学も寄付金が存在するが、規模は小さく、予算に占める割合はわずかである。それに対して米国の大学では寄付金は必要不可欠な存在となっている。

そのため大学を取り巻くさまざまなステークホルダーに向けて寄付金を積極的に募っている。もちろん、大学が教育・研究面で本来の使命を果たせば多くの寄付金が獲得できるが、残念なことに不本意なままであれば、寄付金はなかなか集りにくい。

集められた寄付金は大学基金で積極的に運用され、過去の年度の実績を見ながら一定のルールに従って大学本体に流していく。その場合、運用成果が良ければ一部の資金が大学基金に蓄積されるが、運用が悪化すれば大学基金から運用資金が取り崩されていく。

すでに指摘したように 2009 年度の米国の大学基金はほとんどが運用に苦しみ、収益を生み出すどころか大幅な損失を発生させてしまった。それでも大学本体に一定の資金を流さなければならないため、運用資金の取り崩しで必要な資金を手当てしている。

こうしたバッファ機能があるからこそ、短期的な運用環境の変化に対しても資金がコンスタントに大学本体に流れ、大学の経営を安定化させている。もし、この機能がなければ資産運用からの収入に依存した経営を行うのは難しいであろう。

長期分散投資が安定的かつ高収益を生み出すための条件であるが、それを実行するための大前提が本体から切り離れた形を取る大学基金の存在である。わが国の大学ではそこまでの組織が確立していない。それゆえ、現段階では米国をまねた資産運用を試みるのは大学経営そのものを不安定なものにする恐れがある。

## （２）研究大学を目指すための条件

だが、それよりも資金源の寄付金そのものがわが国の大学に根付いていないため、積極的な資産運用は難しいであろう。資金使途が自由である寄付金であるからこそ、高い収益率を狙った運用が可能となる。ところが、わが国の大学は具体的に使用する目的が定まった資金を一時的に運用しているだけなので、もともと大胆な運用ができない状態にある。

また、米国とわが国では大学予算の中身が違っている。わが国の大学では授業料等納付金を柱にしながら予算が組まれている。そのため、極端に言えば学生の定員を満たせば経営はほぼ安泰といえる。

ところが、米国ではイエール大学の事例でも確認したように授業料収入は予算の一部に過ぎず、資産運用収入にかなりの割合で依存している。そのため資産運用に対する位置づ

けがわが国の大学とはまったく違っている。

こうした違いが生じるのはおそらく米国の大学、とりわけ研究大学が高度なリサーチに力点を置いているからであろう。新しい発見を追求する研究はかなりの費用が掛かり、学生からの授業料でまかなうのは無理がある。本来、授業料は教育に対する報酬として受け取るものであり、研究にそれを振り向けるわけにはいかない。

それゆえ、研究大学ほど予算に占める資産運用収入のウエイトが高くなりつつある。そのことはまさに資産運用業務が新しい研究を推進する源泉になっていることを立証しているといえる。わが国の大学も研究志向型に向かうならば、いつまでも学生からの授業料だけに頼るわけにはいかない。米国と同様に活発な研究活動を支える重要な資金を資産運用に力を入れることで確保しなければならない。

それを着実に実行していくには、まずは大学基金を設立するなど堅固な資産運用体制を築くことである。その基盤がない限り、積極的な資産運用は危険な行為であり、大学経営そのものを不安定なものにするであろう。

## 補論 米国の大学基金モデル

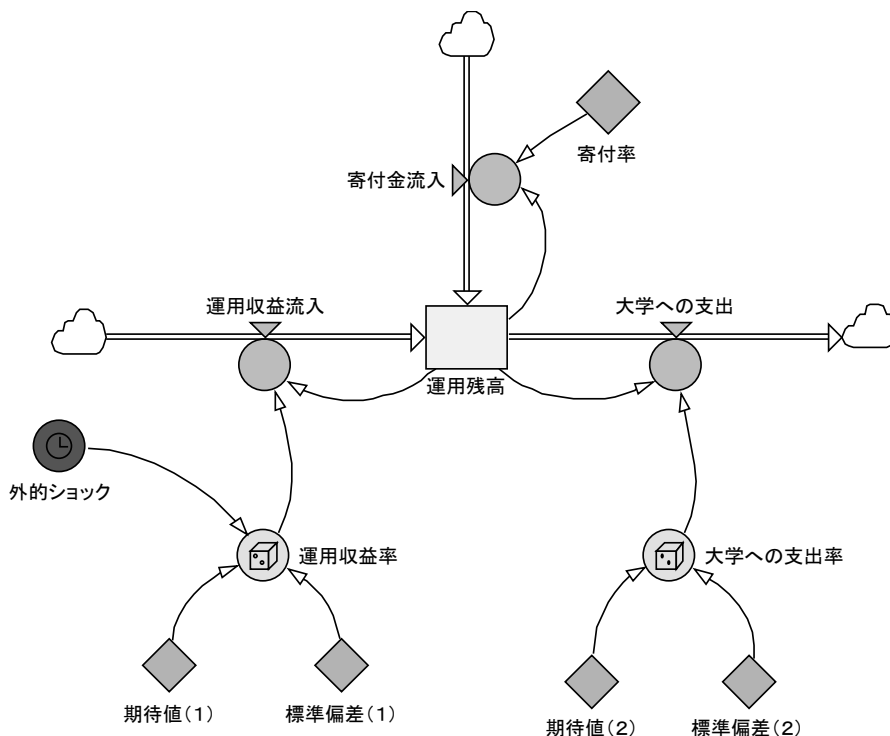
米国の大学基金は長期かつ分散投資を実践することで、安定的で高い収益率を達成している。それとともに知っておかなければならないのは、本文でも強調したように大学基金が大学本体と切り離された組織として運用を任されていることである。

好調な運用を続けていれば問題は生じないが、運用環境が激変し、収益が悪化した場合、大学基金はいままで積み上げてきた運用資金の取り崩しで困難な状況を切り抜けることができる。まさに大学基金の運用資金そのものが運用リスクを吸収する役割を果たしている。

この仕組みがない限り、大学本体に向けた支出額は安定しないうえ、大学経営そのものを不安定なものにする。図表AはシステムダイナミックスのソフトであるSTUDIO8から大学基金の役割を描いたものである。この単純なモデルを利用しながら、米国の大学基金の役割を確認していきたい。

なお、このモデルに組み込まれた方程式ならびに係数については図表Bで定義づけられている。これによりモデルの詳細な仕組みがわかるようになっている。また、運用収益率

図表A 米国の大学基金モデル



## 付録B 米国の大学基金モデルの方程式

	名前	単位	定義
□	運用残高	USD	100<<USD>>
→	運用収益流入	USD/period	運用残高/TIMESTEP*運用収益率
→	大学への支出	USD/period	運用残高/TIMESTEP*大学への支出率
→	寄付金流入	USD/period	運用残高/TIMESTEP*寄付率
○	運用収益率	%	NORMAL('期待値 (1)', '標準偏差 (1)', 0.5)+外的ショック
○	大学への支出率	%	NORMAL('期待値 (2)', '標準偏差 (2)', 0.5)
○	外的ショック		PULSE(-0.3<<period>>, STARTTIME+5<<period>>, 5<<period>>)
◆	期待値 (1)	%	12.8<<%>>
◆	期待値 (2)	%	4.4<<%>>
◆	標準偏差 (1)	%	17.1<<%>>
◆	標準偏差 (2)	%	1.0<<%>>
◆	寄付率	%	1<<%>>

(注) 付録Aを参照。なお、運用収益率ならびに大学への支出率に与えた期待値と標準偏差はそれぞれイエール大学のデータから求めた数値である。

と大学への支出率はランダムに動く確率変数であり、それらに与えられた期待値と標準偏差はイエール大学のデータから導き出した数値をそのままあてはめている。寄付率は確定変数であるが、同大学の数値に近いものである。したがって、このモデルは基本的にイエール大学を想定しながら描いているといえる。

早速、図表Aから全体像を見ていこう。まず、「**運用残高**」がストックとして存在する。大学基金が抱える運用資金である。本来、この資金は大学を取り巻く様々なステークホルダーからの寄付金で成り立っている。それは「**寄付率**」に運用残高を掛けた金額だけ、期間ごとに「**寄付金流入**」として運用残高に組み込まれていく。

米国の大学基金ではその資金をさらに膨らませるため、積極的な資産運用を繰り返している。ここでは「**期待値 (1)**」と「**標準偏差 (1)**」で定められたランダムに動く「**運用収益率**」と運用残高から「**運用収益流入**」が生じる。もちろん、運用収益がプラスならば運用残高は増えていくが、運用に失敗しマイナスになれば運用残高は減っていく。

さらに運用収益率は「**外的ショック**」も受け、過去の動きとはまったく違ったマイナスの要因が一定の間隔で加わるように設定してある。リーマンショックのような運用環境の急激な悪化を想定し、運用収益率が大幅に下落するようになっている。

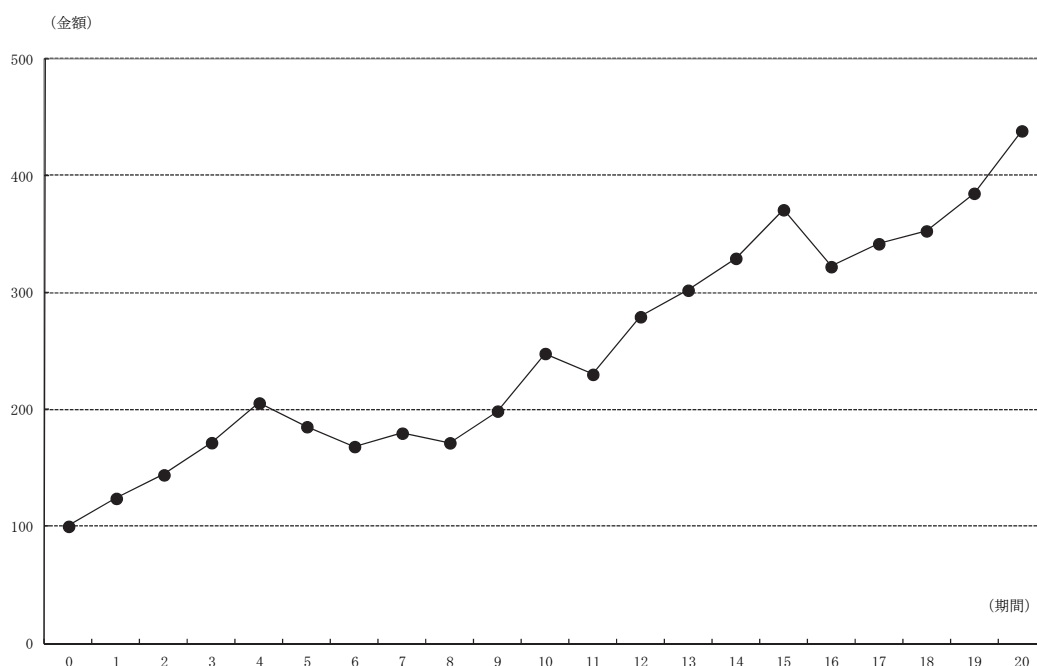
これにより運用残高の変動は激しくなるが、そこから流出する「**大学への支出**」は「**期**



待値 (2)」と「標準偏差 (2)」で定められた「大学への支出率」からランダムな動きを展開する。だが、それは運用収益と比較して、かなり安定している。大学本体に向けて流す資金が安定化しないと、大学運営そのものも不安定になるからである。

こうした大学基金のモデルから運用残高の動きをシミュレーションした結果が図表 C である。この図を見るとわかるように運用残高はほぼ上昇傾向にあるが、その動きは一定ではない。増大する局面もあれば、逆に減少する局面もある。

図表 C 運用残高の動き

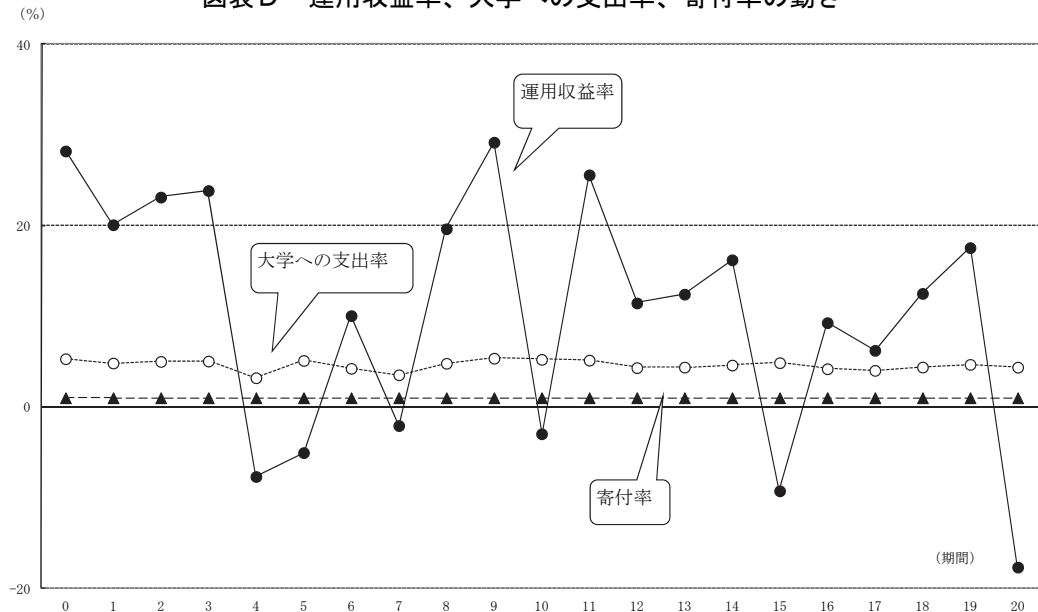


運用残高の変動を生み出す要因はモデルからもわかるように3つあり、それは運用収益率、大学への支出率、そして寄付率である。そこで、これらの動きを追ってみたい。図表 D はそのために描いたものである。

図を見るとわかるように運用収益率はプラスの期間もあれば、マイナスの期間もあり、変動はかなり激しい。それに対して支出率はほとんど変わらない動きである。一方、寄付率は動きがないばかりか、支出率を埋め合わせるほど大きくない。したがって、運用収益率が支出率を下回るような運用悪化の局面では運用残高を取り崩すことで、大学への支出を賄っていることがわかる。

こうして運用残高が収益の変動を吸収する役割を果たしているので、大学基金から大学

図表D 運用収益率、大学への支出率、寄付率の動き



本体に向けて円滑に支出することが可能となる。もちろん、この状態がいつまでも続けば運用残高は枯渇する。

しかし、通常は運用収益率が支出率を上回る期間が多いうえ、両者の差も大きいので、運用残高は増えていく傾向にある。だからこそ、永久に同じ率だけ大学本体へ流していくことができるのである。

### (参考文献)

- ・荒木充衛「米国大学寄付基金とイエール大学の資産運用」 『Fund Management』 2009 年春季号
- ・稲見和典「資産運用における新たなリスク管理 ――米国大学基金の運用実態をふまえて」 『日興コーディアル証券 レポート』 2006 年 5 月
- ・片山英治・神山哲也「米国の大学における資産運用の実態について」、『資本市場クォーターリー』(野村資本市場研究所)、2001 年春
- ・片山英治「米国の大学にみる資産運用」、『知的資産創造』(野村総合研究所)、2001 年 3 月
- ・小藤康夫「米国大学事情―米国アラバマ州オーバン大学における教育・研究活動―」『専修大学社会科学研究所月報』 No.385、1995 年 7 月
- ・小藤康夫『大学経営の本質と財務分析』 八千代出版、2009 年 10 月
- ・小藤康夫「私立大学の正しい運用利回りを求めて」『商学研究所報』、2011 年 5 月
- ・中山勝博「第 15 章 コネティカット州 イェール大学」 報告書『アメリカの大学の戦略計画』 東京大学大学院教育学研究科 大学経営・政策コース 2010 年 10 月

### (参考資料)

- ・Burnsed, Brian “College Endowments Hit the Skids” Bloomberg Businessweek, January 26, 2009
- ・Damast, Alison “Financial Woes Force B-School Cutbacks” Bloomberg Businessweek, January 29, 2009
- ・Lavelle, Louis “University Endowments: Worst Year Since Depression” Bloomberg Businessweek, January 28, 2010
- ・NACUBO-Commonfund Study of Endowment Results  
NACUBO-Commonfund Press Release  
All U.S. and Canadian Institutions Listed by Fiscal Year Endowment Market Value and Percentage Change in Market Value  
Annual Average and Median Total Net Returns  
Annual One-, Three-, Five-, and Ten-Year Total Net Returns for U.S. Higher Education Endowments and Affiliated Foundations  
Asset Allocations for U.S. Higher Education Endowments and Affiliated Foundations  
Annual Reported Spending Rates for U.S. Higher Education Endowments and Affiliated Foundations
- ・U.S. News Best Colleges 2012
- ・Yale University Financial Report

巻末付録 米国の大学基金 (1)

順位	大学名	州	2010年基金 (千ドル)	2009年基金 (千ドル)	増減率 (%)
1	Harvard University	MA	27,557,404	26,138,239	5.4
2	Yale University	CT	16,652,000	16,327,000	2.0
3	Princeton University	NJ	14,391,450	12,614,313	14.1
4	The University of Texas System	TX	14,052,220	12,163,049	15.5
5	Stanford University	CA	13,851,115	12,629,094	9.8
6	Massachusetts Institute of Technology	MA	8,317,321	7,880,321	5.5
7	University of Michigan	MI	6,564,144	6,000,827	9.4
8	Columbia University	NY	6,516,512	5,892,798	10.6
9	Northwestern University	IL	5,945,277	5,445,260	9.2
10	Texas A&M University System & Foundations	TX	5,738,289	5,083,754	12.9
11	University of Pennsylvania	PA	5,668,937	5,170,539	9.6
12	University of Chicago	IL	5,638,040	5,094,087	10.7
13	University of California	CA	5,441,225	4,937,483	10.2
14	University of Notre Dame	IN	5,234,841	4,795,303	9.2
15	Duke University	NC	4,823,572	4,440,745	8.6
16	Emory University	GA	4,694,260	4,328,436	8.5
17	Washington University in St. Louis	MO	4,473,180	4,080,554	9.6
18	Cornell University	NY	4,378,587	3,966,041	10.4
19	University of Virginia	VA	3,906,823	3,577,266	9.2
20	Rice University	TX	3,786,548	3,612,884	4.8
21	Vanderbilt University	TN	3,044,000	2,867,541	6.2
22	Dartmouth College	NH	2,998,302	2,824,894	6.1
23	University of Southern California	CA	2,947,978	2,671,426	10.4
24	New York University	NY	2,370,000	2,094,000	13.2
25	Johns Hopkins University	MD	2,219,925	1,976,899	12.3
26	University of Minnesota & Affiliated Foundations	MN	2,195,740	2,085,550	5.3
27	Brown University	RI	2,155,330	2,017,292	6.8
28	University of Pittsburgh	PA	2,032,798	1,837,216	10.6
29	University of North Carolina at Chapel Hill & Foundations	NC	1,979,222	1,905,081	3.9
30	The Ohio State University	OH	1,869,312	1,651,561	13.2
31	University of Washington	WA	1,829,868	1,649,159	11.0
32	Purdue University	IN	1,633,034	1,457,543	12.0
33	University of Richmond	VA	1,614,871	1,417,214	13.9
34	The Rockefeller University	NY	1,561,470	1,527,678	2.2
35	University of Wisconsin Foundation	WI	1,551,384	1,373,034	13.0
36	California Institute of Technology	CA	1,545,429	1,398,039	10.5
37	Williams College	MA	1,526,571	1,409,056	8.3
38	Boston College	MA	1,479,700	1,340,700	10.4
39	Case Western Reserve University	OH	1,462,027	1,401,799	4.3
40	Pomona College	CA	1,458,974	1,344,542	8.5
41	Michigan State University & Foundation	MI	1,449,408	1,341,414	8.1
42	Amherst College	MA	1,385,745	1,305,944	6.1
43	Indiana University & Foundation	IN	1,371,025	1,226,505	11.8
44	The Pennsylvania State University	PA	1,368,031	1,226,011	11.6
45	University of Rochester	NY	1,367,878	1,314,603	4.1
46	University of Toronto	ON	1,318,427	1,145,788	15.1
47	Wellesley College	MA	1,306,796	1,266,437	3.2
48	University of Illinois & Foundation	IL	1,289,871	1,170,564	9.6
49	Grinnell College	IA	1,264,834	1,076,250	17.5
50	Swarthmore College	PA	1,249,254	1,128,675	10.7

巻末付録 米国の大学基金 (2)

順位	大学名	州	2010年基金 (千ドル)	2009年基金 (千ドル)	増減率 (%)
51	Smith College	MA	1,243,561	1,096,322	13.4
52	Tufts University	MA	1,213,585	1,103,440	10.0
53	The George Washington University	DC	1,143,582	1,011,192	13.1
54	University of Nebraska	NE	1,143,051	964,928	18.5
55	University of Florida Foundation	FL	1,104,573	1,010,590	9.3
56	Southern Methodist University	TX	1,069,399	1,035,499	3.3
57	The Kansas University Endowment Association	KS	1,054,739	955,376	10.4
58	Georgia Tech Foundation	GA	1,050,842	944,346	11.3
59	Texas Christian University	TX	1,048,241	974,783	7.5
60	Yeshiva University	NY	1,027,662	979,433	4.9
61	Georgetown University	DC	1,009,736	895,432	12.8
62	Washington and Lee University	VA	1,008,161	897,141	12.4
63	The UCLA Foundation	CA	995,754	877,667	13.5
64	Boston University	MA	992,280	916,291	8.3
65	University of Missouri System	MO	974,900	881,846	10.6
66	University of Oklahoma	OK	968,482	847,897	14.2
67	Lehigh University	PA	940,430	886,234	6.1
68	Wake Forest University	NC	937,639	884,226	6.0
69	University of British Columbia	BC	894,896	775,748	15.4
70	Tulane University	LA	888,667	807,859	10.0
71	University of Cincinnati	OH	886,262	883,700	0.3
72	Baylor University	TX	871,966	880,256	▲ 0.9
73	Trinity University	TX	854,895	850,739	0.5
74	University of California Berkeley Foundation	CA	854,569	735,932	16.1
75	University of Alabama System	AL	854,382	796,490	7.3
76	Syracuse University	NY	849,157	658,248	29.0
77	Berea College	KY	846,776	791,210	7.0
78	Carnegie Mellon University	PA	815,099	754,131	8.1
79	Princeton Theological Seminary	NJ	811,101	754,742	7.5
80	Baylor College of Medicine	TX	799,231	731,320	9.3
81	University of Iowa & Foundation	IA	791,554	675,705	17.1
82	McGill University	QC	786,342	669,791	17.4
83	Middlebury College	VT	783,225	699,684	11.9
84	University of Kentucky	KY	778,890	696,851	11.8
85	Texas Tech University System	TX	775,224	679,824	14.0
86	Bowdoin College	ME	753,525	688,384	9.5
87	University of Tennessee System	TN	728,726	664,636	9.6
88	Saint Louis University	MO	708,345	645,800	9.7
89	Vassar College	NY	699,492	658,585	6.2
90	Carnegie Institution of Washington	DC	691,982	636,446	8.7
91	The University of Tulsa	OK	691,917	646,672	7.0
92	University of Arkansas & Foundation	AR	673,120	623,686	7.9
93	The University of Maryland Foundation	MD	672,871	608,040	10.7
94	University of Louisville Foundation	KY	669,043	599,712	11.6
95	Washington State University	WA	668,865	619,766	7.9
96	University of Colorado Foundation	CO	665,442	593,304	12.2
97	University of Alberta	AB	654,330	550,074	19.0
98	Rensselaer Polytechnic Institute	NY	629,728	612,841	2.8
99	Brandeis University	MA	620,204	558,517	11.0
100	University of Miami	FL	618,236	538,606	14.8

巻末付録 米国の大学基金 (3)

順位	大学名	州	2010年基金 (千ドル)	2009年基金 (千ドル)	増減率 (%)
101	Oberlin College	OH	618,104	550,263	12.3
102	Colgate University	NY	614,363	560,907	9.5
103	The Principia Corporation	MO	607,262	529,367	14.7
104	Santa Clara University	CA	603,618	528,892	14.1
105	Rutgers, The State University of New Jersey	NJ	603,083	544,992	10.7
106	Berry College	GA	592,306	558,220	6.1
107	Macalester College	MN	586,581	549,932	7.4
108	Lafayette College	PA	580,740	535,585	8.4
109	Louisiana State University System	LA	578,588	527,507	9.7
110	Cooper Union for the Advancement of Science and Art	NY	577,278	530,983	8.7
111	Bryn Mawr College	PA	573,674	521,878	9.9
112	The University of Utah	UT	567,814	513,400	10.6
113	Pepperdine University	CA	564,591	518,159	9.0
114	Denison University	OH	564,435	522,414	8.0
115	Carleton College	MN	563,439	517,310	8.9
116	Rochester Institute of Technology	NY	557,699	528,463	5.5
117	University of Houston System & Foundation	TX	553,066	497,877	11.1
118	Hamilton College	NY	552,768	488,817	13.1
119	College of William and Mary & Foundation	VA	539,547	494,802	9.0
120	College of the Holy Cross	MA	522,494	492,680	6.1
121	Mount Holyoke College	MA	519,891	488,036	6.5
122	University of California San Francisco Foundation	CA	509,281	438,514	16.1
123	Iowa State University & Foundation	IA	508,875	452,209	12.5
124	Northeastern University	MA	508,689	486,870	4.5
125	Wesleyan University	CT	504,406	476,481	5.9
126	North Carolina State University & Foundations	NC	503,110	463,866	8.5
127	Virginia Tech Foundation	VA	502,380	451,744	11.2
128	Colby College	ME	502,076	452,990	10.8
129	Furman University	SC	498,282	444,223	12.2
130	Oklahoma State University & Foundation	OK	495,071	454,849	8.8
131	Bucknell University	PA	491,495	442,826	11.0
132	The University of Georgia Foundation	GA	491,163	456,055	7.7
133	University of Arizona & Foundation	AZ	480,239	436,603	10.0
134	Claremont McKenna College	CA	466,447	399,711	16.7
135	Loma Linda University	CA	460,861	436,726	5.5
136	Colorado College	CO	459,570	403,821	13.8
137	University of Massachusetts Foundation	MA	459,368	372,341	23.4
138	The Florida State University Foundation	FL	452,544	409,666	10.5
139	Arizona State University & Foundation	AZ	441,258	407,889	8.2
140	DePauw University	IN	435,054	425,364	2.3
141	University at Buffalo Foundation	NY	428,851	410,464	4.5
142	Davidson College	NC	427,775	369,376	15.8
143	Drexel University	PA	427,023	405,579	5.3
144	University of Mississippi Foundation	MS	415,219	369,864	12.3
145	University of South Carolina	SC	414,002	391,468	5.8
146	McMaster University	ON	411,239	348,803	17.9
147	Medical College of Wisconsin	WI	411,135	376,708	9.1
148	University of Oregon Foundation	OR	409,881	365,869	12.0
149	The Fuller Foundation	CA	407,206	389,000	4.7
150	University of Calgary	AB	400,211	327,697	22.1

巻末付録 米国の大学基金 (4)

順位	大学名	州	2010年基金 (千ドル)	2009年基金 (千ドル)	増減率 (%)
151	Howard University Endowment	DC	399,678	364,698	9.6
152	Auburn University & Foundation	AL	395,257	339,209	16.5
153	Clemson University & Foundation	SC	382,189	331,082	15.4
154	Oregon Health & Science University Foundation	OR	380,008	346,549	9.7
155	Rush University Medical Center	IL	377,856	339,803	11.2
156	Fordham University	NY	371,544	330,166	12.5
157	Reed College	OR	358,664	311,162	15.3
158	Trinity College	CT	356,756	319,390	11.7
159	Haverford College	PA	355,500	336,086	5.8
160	Oregon State University Foundation	OR	351,843	329,165	6.9
161	Miami University	OH	348,201	315,945	10.2
162	University of Dayton	OH	346,582	319,997	8.3
163	American University	DC	338,000	301,000	12.3
164	West Virginia University Foundation	WV	337,127	315,101	7.0
165	Georgia Institute of Technology	GA	335,792	291,342	15.3
166	Franklin W. Olin College of Engineering	MA	335,558	328,660	2.1
167	Whitman College	WA	334,814	296,723	12.8
168	Loyola Marymount University	CA	326,213	298,201	9.4
169	Marquette University	WI	326,003	285,500	14.2
170	National University	CA	320,776	278,342	15.2
171	Creighton University	NE	317,824	284,674	11.6
172	University of California San Diego Foundation	CA	315,376	281,251	12.1
173	Loyola University of Chicago	IL	315,305	278,873	13.1
174	Oklahoma State Regents for Higher Education	OK	311,426	299,056	4.1
175	University of Manitoba	MB	311,157	270,963	14.8
176	Worcester Polytechnic Institute	MA	307,680	291,603	5.5
177	Miami Dade College	FL	306,028	275,648	11.0
178	Dalhousie University	NS	304,125	251,861	20.8
179	Wabash College	IN	303,560	272,154	11.5
180	St. John's University	NY	303,057	267,650	13.2
181	VMI Foundation	VA	302,683	266,090	13.8
182	Occidental College	CA	298,891	281,609	6.1
183	Villanova University	PA	297,684	266,701	11.6
184	University of South Florida Foundation	FL	295,921	275,399	7.5
185	University of New Mexico & Foundation	NM	295,792	279,690	5.8
186	Spelman College	GA	295,220	285,327	3.5
187	University of St. Thomas (MN)	MN	294,008	252,132	16.6
188	Mississippi State University & Foundation	MS	291,434	254,329	14.6
189	University of Vermont	VT	291,182	271,536	7.2
190	Union College	NY	290,543	283,984	2.3
191	Louisiana State University Foundation	LA	289,567	259,099	11.8
192	University of Denver (Colorado Seminary)	CO	289,030	257,151	12.4
193	University of Wisconsin System	WI	288,554	268,973	7.3
194	University System of New Hampshire & Foundations	NH	286,626	258,525	10.9
195	Rhode Island School of Design	RI	286,464	273,806	4.6
196	DePaul University	IL	284,017	245,574	15.7
197	Virginia Commonwealth University	VA	280,704	252,903	11.0
198	Rollins College	FL	279,852	261,756	6.9
199	Dickinson College	PA	277,993	244,579	13.7
200	Kansas State University Foundation	KS	277,584	259,809	6.8

巻末付録 米国の大学基金 (5)

順位	大学名	州	2010年基金 (千ドル)	2009年基金 (千ドル)	増減率 (%)
250	Drew University	NJ	183,355	172,585	6.2
300	Simmons College	MA	144,115	143,842	0.2
350	Illinois College	IL	108,629	94,865	14.5
400	Calvin College	MI	86,129	80,763	6.6
450	Oklahoma City University	OK	67,912	61,413	10.6
500	Columbia College	MO	59,049	45,160	30.8
550	Missouri State University Foundation	MO	48,374	42,909	12.7
600	Friends University	KS	38,141	35,399	7.7
650	University of Wyoming	WY	30,232	29,034	4.1
700	College of St. Scholastica	MN	23,364	21,246	10.0
750	George Fox University	OR	16,740	16,046	4.3
800	Fitchburg State College Foundation	MA	9,955	8,929	11.5
850	Harford Community College Foundation	MD	4,564	4,059	12.4
865	California Lutheran Educational Association	CA	425	384	10.7
	<b>Average</b>		<b>407,756</b>	<b>376,189</b>	<b>8.4</b>
	<b>Median</b>		<b>73,592</b>	<b>68,496</b>	<b>7.4</b>